



اختيار بناء على النتائج في سنة التحديات

قد لا يكون القطاع مرغوباً في سوق يرتفع لمستويات أعلى واقترب تطبيق الانضمام للمؤشر. نوضح في هذا التقرير اختيارنا من شركات الرعاية الصحية على أساس مجموع العلامات التي تحصل عليها كل شركة (انظر الجدول أدناه). بعد تراجع التقييم في الأشهر الأخيرة، تراجع متوسط مكرر قيمة القطاع إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء إلى أقل من متوسط المكرر في الأسواق الناشئة - ربما يكون مبرراً. حددنا الأسهم المتفوقة في القطاع: نرفع من التوصية إلى "شراء" للمواساة ورعاية ونخفض للشرق الأوسط للرعاية الصحية إلى "بيع".

شركة المواساة للخدمات الطبية (الرمز: ٤٠٠٢، آخر إغلاق: ٧٩,١٠)

حصلت المواساة على مجموع علامات جيد من حيث نمو الإيرادات وانخفاض الذمم ومتطلبات تمويل ضمن الممكن. نعتقد أن السهم عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمقدار ١٥,٢ مرة يشكل فرصة للدخول. هي الشركة الأكبر من حيث القيمة السوقية في القطاع (٧,٩ مليار ر.س) والأعلى من حيث المساهمين المؤسسين، مما يعني احتمال أن يستعيد السهم في حالة إعادة التقييم في السوق. نرفع من توصيتنا للسهم إلى "شراء" ونستمر بالسعر المستهدف للسهم عند ٨٥ ر.س.

شركة دله للخدمات الصحية القابضة (الرمز: ٤٠٠٤، آخر إغلاق: ٦٠,٨٠)

الارتفاع المحتمل في السعر إلى السعر المستهدف يقارب ٣١٪، مما يعني احتمال المبالغة في بيع أسهم هذه الشركة. بعد التعاقد مع شركات التأمين في الربع الرابع ٢٠١٨، نتوقع أعداد أكبر من المرضى في مستشفى نمار (كانت تستقبل المرضى بالدفع النقدي فقط سابقاً). يدعمها أيضاً انخفاض الذمم، لكن سهم دله الصحية هو الأعلى تقييماً في القطاع عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ بحدود ١٧,٥ مرة. الحافز الأكبر لارتفاع السهم سيكون نمو الإيرادات مع توقعات بانخفاض الخسائر من مستشفى فقيه في العام ٢٠١٩. زيادة رأس المال المعلن يرفع عدد الأسهم إلى ٧٥ بدلا من ٥٩ مليون سهم - يمكن أن يتجاوز المستثمرين الأفراد مع هذه الزيادة بإيجابية. نستمر في التوصية "احتفاظ" بسعر مستهدف ٨٠ ر.س. للسهم.

الشركة الوطنية للرعاية الطبية (الرمز: ٤٠٠٥، آخر إغلاق: ٤٨,٤٠)

نرفع من توصيتنا لسهم رعاية إلى "شراء" بدلا من احتفاظ، مع زيادة سعر السهم المستهدف إلى ٥٦ ر.س. بدلا من ٤٥ ر.س. السيناريو هو الشراء بسعر منخفض تحسبا لارتفاع. لا نتوقع تغير في الإيرادات، لكن مع انخفاض الإنفاق الرأسمالي واحتياجات التمويل، نرى فرصة لتحسن الهوامش وتقييم جاذب للسهم (قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٢,٤ مرة). نرى احتمال أن تقوم الشركة بزيادة توزيعات الأرباح.

شركة الحمادي للتنمية والاستثمار (الرمز: ٤٠٠٧، آخر إغلاق: ٢٥,٢٠)

مع عدم وجود خطط توسعة جديدة، سيكون التركيز على تعظيم أداء مستشفيات النزهة والسويدي. نتوقع حدوث اعتدال في تكلفة الموظفين اعتباراً من الربع الثاني ٢٠١٩ وتحسن الربحية. يستمر خطر ارتفاع الذمم، الأمر الذي يفرض الحذر. نتوقع أن تدعم عمليات الاستحواذ التكميلية نمو الإيرادات. نستمر في التوصية "شراء" بسعر مستهدف ٣٤ ر.س. للسهم.

شركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية: (الرمز: ٤٠٠٩، آخر إغلاق: ٣٣,٠٥)

يبدو تقييم الشرق الأوسط جاذباً عند مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ بمقدار ١٢,٩ مرة، لكننا نرى خطر محتمل من تباطؤ نمو الإيرادات وأرباح مخيبة للتوقعات واتساع التعرض للذمم وزيادة الحاجة للتمويل وأخيراً أعلى رفع مالي في القطاع (عند معدل صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء عند ٣,٩ مرة). لا نتوقع استمرار عائد توزيع الربح إلى السعر بحدود ٦٪ - نتوقع تراجع في ٢٠١٩. يشير السعر المستهدف للسهم البالغ ٤٦ ر.س. إلى ارتفاعه بنسبة ٣٨٪ - الأسهم مناسبة لمستثمرين على المدى الطويل والقادرين على تحمل المخاطر من تقلبات صافي الربح على المدى القريب. تخفيض التوصية إلى "بيع".

جدول ١: النتائج لفترة ٩ شهور

	قليل	ضعيف	محايد	جيد	ممتاز
	٢-	١-	٠	١	٢
الإيرادات (مليون ر.س.)					
تحمل تكاليف الطاقة الاستيعابية الجديدة	٢-	٢-	٢	١	٢-
نمو الإيرادات	٢	٠	١-	٢	١-
حماية هامش EBITDA	٢-	٢	٢	٢-	١
مفاجأة صافي الربح	١	١-	٠	٢	٢-
مفاجأة توزيع الأرباح	١	٠	١	١-	١-
مخاطر المستحقات	٢	٢	٢-	٢-	٢-
متطلبات التمويل	١-	١-	٢	٢	٢-
مستويات القروض	٢	١-	٢	١-	٢-
لاندماج والاستحواذ المحتمل	٠	٠	٠	١	٠
تقييم (مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA)	١	١-	٢	١	١
إجمالي	٤	٢-	٨	٣	١٠-

المصدر: السعودي الفرنسي كابيتال

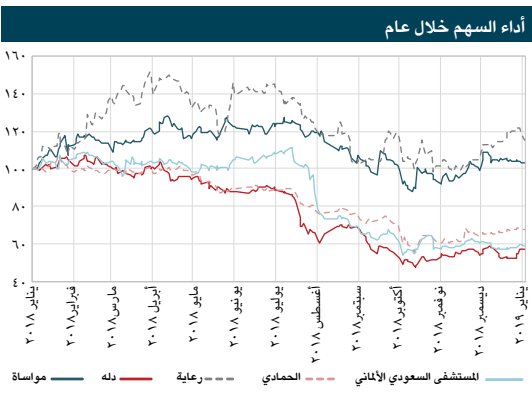
ملخص التوصيات	ر.س.	مؤشر السوق الرئيسي الرمز	التوصية	السعر المستهدف
المواساة	٤٠٠٢	شراء	٨٥	
دله	٤٠٠٤	احتفاظ	٨٠	
رعاية	٤٠٠٥	شراء	٥٦	
الحمادي	٤٠٠٧	شراء	٣٤	
المستشفى السعودي الألماني	٤٠٠٩	بيع	٤٦	

ربح السهم	ر.س.	الربع الرابع ٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	التغيرات السنوية
المواساة	٠,٩٧	٣,٩٨	٤,٣٢	
دله	٠,٨٨	٢,٤٩	٢,٥٣	
رعاية	٠,٥٤	١,٨٤	١,٩٠	
الحمادي	٠,١٧	٠,٩٢	١,٠٤	
المستشفى السعودي الألماني	٠,٤٣	١,٦٢	١,٦٦	

التقييم	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	مكرر الربحية
المواساة	١٨,٤	١٦,٦	١٥,٢	مرة
دله	١١,٦	١٨,٠	١٧,٥	مرة
رعاية	١٢,٩	١٢,٦	١٢,٤	مرة
الحمادي	١٩,٧	١٦,٧	١٤,٨	مرة
المستشفى السعودي الألماني	٩,٩	١٣,١	١٣,٩	مرة

هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع
المواساة	٣١٪	٢٩٪	٢٩٪
دله	٣٠٪	٢٠٪	٢٠٪
رعاية	٢٠٪	٢٢٪	٢٢٪
الحمادي	٢٨٪	٢٦٪	٢٥٪
المستشفى السعودي الألماني	٢٢٪	١٨٪	١٧٪

المصدر: تحليل السعودي الفرنسي كابيتال



المصدر: بلومبرغ

عاصم بختار، CFA

abukhtiar@fransicapital.com.sa

+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١



الترتيب النسبي

في هذه المذكرة التي تم تحديثها، نتبع منهج الترتيب النسبي بناء على النتائج لتحديد أفضل أداء لشركات الرعاية الصحية في المملكة العربية السعودية خلال العام ٢٠١٩. نعتقد أنه لا يوجد أيًا من هذه الشركات مرشحة للإدراج ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة، لذلك من غير المرجح الاستفادة من حركة المؤشر. على هذا النحو، في حين أن مكررات السوق قد تصل إلى مستوى مرتفع تاريخياً، يمكن أن تكون شركات الرعاية الصحية غير جاذبة. نعتقد أن المنهج المبني على النتائج يجذب المستثمرين الحريصين على التعرض لشركات الرعاية الصحية، بغض النظر عن الإدراج في المؤشر. نقيم شركات الرعاية الصحية الخمسة في المملكة العربية السعودية ضمن تغطيتنا وفق المعايير التالية.

عبء تكاليف الطاقة الاستيعابية الجديدة

يعتبر التأثير الضعيف لارتفاع الطاقة الاستيعابية الجديدة أحد الدروس الصعبة التي تم تعلمها في العام ٢٠١٨. كانت التكاليف (الموظفين، التمويل، الاستهلاك) أعلى من الإيرادات مما سبب في الضغط على صافي الربح. تاريخياً، الطلب على الطاقة الاستيعابية الجديدة كان قوياً، مما أدى إلى ارتفاع عمليات التشغيل والربحية (من ٢٤ إلى ٣٠ شهراً). في الوقت الحالي، أدى انكماش عدد السكان والارتفاع الكبير في الطاقة الاستيعابية إلى تمديد الفترة الزمنية لنقطة التعادل. بناء على هذا القياس، ننظر بشكل إيجابي لرعاية والحمادي نتيجة وجود خطط محدودة لتطوير المشاريع الجديدة في المستقبل القريب. من جانب آخر، تخطط كل من المواساة ودله والشرق الأوسط لتشغيل مواقع جديدة حتى العام ٢٠٢٠.

نمو الإيرادات

نتوقع نمو إيرادات القطاع بمعدل سنوي مركب ٧٪ خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٠، بقيادة الحمادي والمواساة. نعتقد أن الحمادي ستستفيد من ارتفاع مبيعات الأدوية (بما في ذلك إمداد اللقاحات لوزارة الصحة بمبلغ ٢٠ مليون ر.س.) ومن ارتفاع الطاقة الاستيعابية في مستشفى النزهة. في نفس الوقت، يستمر ارتفاع مبيعات المواساة بشكل كبير منذ العام ٢٠١٥، لكن من المتوقع أن يبدأ الاعتدال بعد افتتاح مستشفى الشرق الأوسط في الدمام بطاقة استيعابية ١٥٠ سرير. في رأينا، ستكون رعاية مثيرة للاهتمام حيث من المتوقع أن تبلغ الإيرادات ما يقارب ٨٠٠ مليون ر.س. - لا يوجد تحول كبير في توقعات مزيج العملاء على الرغم من احتمال أن يؤدي ارتفاع التأمين مساهمة المرضى غير المقيمين في المستشفى إلى مفاجأة إيجابية.

الإيرادات (مليون ر.س.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	معدل سنوي مركب ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	١,٥٠٧	١,٧٤١	١,٩٥٧	٢,١٩٧	١٢٪
دله	١,٢١٢	١,١٨٠	١,٢٢٦	١,٢٦٦	٤٪
رعاية	٨٥٣	٨٠٠	٨٠٥	٨١٠	١٪
الحمادي	٧٠٩	٨٩٠	١,٠٣٥	١,١٣٧	١٣٪
المستشفى السعودي الألماني	١,٦٢٩	١,٤٦١	١,٤٩٢	١,٥٤٩	٣٪
إجمالي	٥,٩١٠	٦,٠٧٢	٦,٥١٤	٦,٩٥٩	٧٪
متوسط إيرادات التنويع لكل سرير	٠,٧٢٣	٠,٨٣٤	٠,٨٣٩	٠,٨٥٩	١٪

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

حماية هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء

نتوقع أن يكون انخفاض المعدل الوسطي لهامش الربح بمقدار ٢٤ نقطة أساس في الفترة ما بين ٢٠١٨ و ٢٠٢٠ مع اعتبار المواساة الأكثر تعرضاً. على الرغم من توقعات تقلص هامش إجمالي الربح بمقدار ١١٩ نقطة أساس (زيادة تكاليف الموظفين نتيجة تغيير موقع مستشفى الخبر والمدينة المنورة)، سوف تستمر المواساة في قيادة هامش القطاع. في حالة دله، يستمر وجود خطر من تخفيض الأسعار في مستشفى نمار. ومن وجهة نظرنا، ستكون رعاية قصة التحول حيث يمكن أن يستفيد الهامش من تأثير شركة المركز الطبي الجديد (استراتيجية التسعير، تخفيض عدد الموظفين). فيما يتعلق بهامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء، نعتقد أن ارتفاع رسوم العمالة الوافدة سيكون له تأثير جوهري (ارتفاع من ٤٠٠ ر.س. إلى ٦٠٠ ر.س. لكل عمالة وافدة زائدة). في السابق، شاركت بعض شركات الرعاية الصحية في تحمل رسوم المعالين وهذا من المحتمل أن ينخفض نسبياً هذا العام - قد يؤدي ذلك إلى مغادرة المعالين أو تعديل العقود. بشكل عام، نستمر في النظر بحذر لتوقعات الهامش حيث قد تقوم شركات التأمين بالمزيد من مراجعة الفواتير.

المواساة تفرض هوامش أعلى بالرغم من مخاطر الانكماش.



هامش إجمالي الربح	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	تغير نقاط الأساس ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	%٤٧	%٤٨	%٤٨	%٤٧	١١٩-
دله	%٤٦	%٣٨	%٣٨	%٣٧	٩٨-
رعاية	%٢٣	%٢٣	%٢٤	%٢٤	٦٤
الحمادي	%٣٧	%٢٨	%٢٨	%٢٨	١٠-
المستشفى السعودي الأثاني	%٤٧	%٣٦	%٣٤	%٣٦	٢٤-
المتوسط	%٤٦	%٣٦	%٣٤	%٣٦	٢٤-

هامش EBITDA	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	تغير نقاط الأساس ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	%٣١	%٢٩	%٢٩	%٢٨	١٦٣-
دله	%٣٠	%٢٠	%٢٠	%٢١	٤٦
رعاية	%٢٠	%٢٢	%٢٢	%٢٣	٧٥
الحمادي	%٢٨	%٢٦	%٢٥	%٢٤	١٥٦-
المستشفى السعودي الأثاني	%٢٢	%١٨	%١٧	%١٨	٢٧-
المتوسط	%٢٨	%٢٢	%٢٢	%٢٣	٢٧-

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

مفاجأة صافي الربح

بعد الصعوبات في العام ٢٠١٨، نتوقع فترة استقرار لدله والشرق الأوسط خلال العام ٢٠١٩، يليها تعافي صافي الربح في العام ٢٠٢٠. نتوقع أن يرتفع صافي ربح الحمادي نتيجة انخفاض في التوظيف ابتداءً من الربع الثاني ٢٠١٩، ورؤية ذلك كاحتمال حدوث مفاجأة إيجابية. اعتاد السوق على صافي الربح الكبير للمواساة، وسيبحث عن نمو غير عادي يتجاوز خانة واحدة. نرى رعاية، بشكل ملحوظ، أقل احتمالا لحدوث مفاجأة سلبية في صافي الربح - محايدين نسبيا في توقعات صافي الربح.

يمكن أن تقدم الحمادي
مفاجأة إيجابية من حيث
صافي الربح

صافي الربح (مليون ر.س.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	معدل سنوي مركب ٢٠٢٠-٢٠١٨
المواساة	٣٥٦	٣٩٦	٤٢٥	٤٦١	%٨
دله	٢٩٥	١٦١	١٤٧	١٤٩	%٤-
رعاية	٩٣	٨٢	٨٢	٨٥	%٢
الحمادي	١٠٨	٩٣	١١٠	١٢٥	%١٦
المستشفى السعودي الأثاني	٣٠٠	١٨١	١٤٩	١٦٢	%٦-
المجموع	١,١٥٢	٩١٣	٩١٣	٩٨٢	%٤

نمو صافي الربح (عن الربع المماثل من العام السابق)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
المواساة	%٢٩	%١١	%٧	%٩
دله	%٢١	%٤٥-	%٩-	%٢
رعاية	%٨٤	%١٢-	%١	%٤
الحمادي	%٤٨	%١٤-	%١٩	%١٣
المستشفى السعودي الأثاني	%١٧-	%٤٠-	%١٨-	%٨
المتوسط	%٣١	%١٤-	%١	%٨

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

مفاجأة توزيع الأرباح

مع خطط توسعة محدودة ومنح الأولوية للحفاظ على المرضى، نرى وجود فرصة لدى رعاية لزيادة توزيعات الأرباح مما يساعد بعض كبار المساهمين على استعادة بعض استثماراتهم. عدا ذلك، نتوقع استقرار توزيعات الأرباح في العام ٢٠١٩ باستثناء الشرق الأوسط للرعاية الصحية التي توزع فعليا نسبة كبيرة من صافي الربح. نشير أيضا إلى أن الشرق الأوسط للرعاية الصحية لديها أعلى عائد توزيع الربح إلى السعر عند ٦,١٪، وهو ما يحتمل أن لا يستمر.

خطر تخفيض توزيعات
الأرباح لدى الشرق الأوسط
للرعاية الصحية



توزيعات الأرباح (ر.س.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع	آخر إعلان توزيعات الأرباح انخفاض أو ارتفاع
المواساة	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٠٠	٣,٥٠	ارتفاع
دله	٢,٥٠	١,٥٠	١,٥٠	١,٥٠	انخفاض
رعاية	١,٠٠	١,٠٠	١,٢٥	١,٥٠	ارتفاع
الحمادي	٠,٧٥	٠,٧٥	٠,٧٥	١,٠٠	انخفاض
المستشفى السعودي الألماني	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	٢,٠٠	لا تغيير

معدل التوزيعات	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
المواساة	%٨٤	%٧٦	%٧١	%٧٦
دله	%٥٠	%٥٥	%٦٠	%٥٩
رعاية	%٤٨	%٥٥	%٦٨	%٧٩
الحمادي	%٨٣	%٩٧	%٨٢	%٩٦
المستشفى السعودي الألماني	%٦١	%١٠٢	%١٢٣	%١١٤
المتوسط	%٦١	%٧٦	%٧١	%٧٩

المصدر: تقارير الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

مخاطر الذمم المدينة

لدى الشرق الأوسط والحمادي نرى مخاطر ذمم محدودة لدى المواساة ودله بالنظر إلى طبيعة مزيج العملاء لديهم. على النقيض من ذلك نرى أن الشرق الأوسط للرعاية الصحية والحمادي معرضتان بشكل واسع إلى احتمال حدوث فجوة في التمويل إذا استمر التوسع في دورة النقد لديهما. مع ارتفاع تكلفة الاقتراض، يمكن أن تتعرض الأرباح إلى الضغط.

دورة تحويل النقد (بالأيام)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
المواساة	١٩	٦٨	٧٤	٦٥
دله	٥٩	١٠٦	٨٩	٨٢
رعاية	٢٠١	٢١٤	٢٢٥	٢٢٣
الحمادي	١١٨	٢١٣	٢٢٧	٢٣٦
المستشفى السعودي الألماني	١٣٣	١٥١	٢٨٩	٢٧٨
المتوسط	١١٨	١٥١	٢٢٥	٢٢٣

المصدر: السعودي الفرنسي كابيتال

الحاجة إلى التمويل

إجمالاً، نتوقع زيادة المديونية في القطاع خلال العام ٢٠١٩ إلى ما يقارب ٣,٨ مليار ر.س؛ حيث الزيادة الأكبر ستكون لدى الشرق الأوسط للرعاية الصحية. نرى أن توسع دورة النقد سترفع من الحاجة للحصول على التمويل بوضوح. أيضاً، تكاليف التشغيل معرضة للارتفاع بسبب تكاليف الموظفين بعد بدء تشغيل مستشفى الدمام في العام ٢٠١٩. نتوقع أن تكون الحاجة للحصول على التمويل محدودة وصولاً حتى العام ٢٠٢٠ بدعم من استقرار دفع المستحقات.

إجمالي القروض (مليون ر.س.)	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
المواساة	٥٦٤	٧١٣	٨٤٨	٨٤١
دله	٥٦٤	٧٧٨	٨٠٣	٧٨٠
رعاية	١٠٦	١٧٧	١٤١	١٠٦
الحمادي	٦٩٠	٩٤٦	٩٦٩	٨٩٦
المستشفى السعودي الألماني	٣٠٤	٥٥٣	١,٠٠٣	١,٠٢٥
إجمالي	٢,٢٢٧	٣,١٦٧	٣,٧٦٤	٣,٦٤٨

معدلات الرفع

نتوقع أن يرتفع صافي القروض إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء إلى ٢,٨ مرة من ٠,٧ مرة في العام ٢٠١٧، وذلك يعود جزئياً إلى انخفاض الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء لدى كل من الشرق الأوسط للرعاية الصحية ودله الصحية. بينما تحقق رعاية صافي تدفق نقدي إيجابي، تواجه الشرق الأوسط والحمادي رفع مالي أكبر في ٢٠١٩. نشير هنا إلى أن التوسعات المستقبلية ستعتمد على الاقتراض من البنوك لتمويلها بعد أن كانت تعتمد سابقاً على القروض الميسرة من وزارة المالية.



صافي القروض إلى EBITDA	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠
متوقع	متوقع	متوقع	متوقع	متوقع
المواساة	١,٧مرة	١,١مرة	١,٢مرة	١,٠مرة
دله	١,٣مرة	٢,٩مرة	٢,٨مرة	٢,٦مرة
رعاية	١,٠مرة	٠,٣مرة	٠,٣مرة	٠,٧مرة
الحمادي	٢,٦مرة	٣,٥مرة	٣,٠مرة	٢,٨مرة
المستشفى السعودي الألماني	٠,٥مرة	١,٩مرة	٣,٩مرة	٣,٥مرة
المتوسط	٠,٧مرة	١,٩مرة	٢,٨مرة	٢,٦مرة

احتمالات الاندماج والاستحواذ

بينما لا نستطيع إلغاء احتمالات حدوث استحواذات واندماجات مع استمرار تنافس العيادات الخاصة عبر تخفيض أسعارها، لكننا لا نرى صفقة كبيرة لأي من شركات الرعاية الصحية الخمس المدرجة خلال العام ٢٠١٩. أشارت الحمادي إلى اهتمامها بالاستحواذ المحدود في قطاع المستحضرات الدوائية بينما تبقى معرضة لأصول منخفضة التقييم نتيجة لاستمرار التسعير المنخفض لدى المنافسين وارتفاع المصروفات التشغيلية. أشارت شركة المركز الطبي الجديد لاهتمامها بالتوسع إلى السوق السعودي ويمكن أن تكون مهمة بالمشاركة في المشاريع الجديدة القادمة.

المركز الطبي الجديد تتوسع في السوق السعودي

تقييم (مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء)

أدى انخفاض سعر السهم على مستوى القطاع إلى مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء بمتوسط ١٤,٨ مرة بناء على تقديرات العام ٢٠١٩. يبقى السؤال، هل قام السوق بتخفيض تقييم القطاع بشكل دائم من النظرة لعودة فترة استقرار النمو بخانتين؟ نعتقد أن ثلاثة اتجاهات أساسية يمكن أن تغير نظرة السوق في هذا القطاع: التوسع في التأمين الصحي الخاص والخصخصة والاندماج في القطاع. تعتبر رعاية الأكثر جاذبية (١٢,٤ مرة) والشرق الأوسط (١٣,٩ مرة) لكن تبدو المواساة جاذبة بشكل خاص عند ١٥,٢ مرة نتيجة التفوق على متوسط التوقعات. يتم تداول سهم دله بأعلى من القيمة العادلة بمكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ١٧,٥ مرة.

التقييم والتوصيات

الملاحظة المثيرة للاهتمام هو أن هوامش ربح مزودي الرعاية الصحية في المملكة للعام ٢٠١٨ أصبحت قريبة من الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة بعد علاوة كبيرة في السابق. تحديداً، أصبح متوسط هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٩ عند ٢٢٪ بالتوافق مع الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة. أيضاً، لدى شركة المركز الطبي الجديد (NMC)، شركة مزودة للرعاية الصحية في المنطقة ومدرجة في سوق لندن، هوامش مشابهة لتلك المحققة في المملكة. يمكن أن تستهدف شركة المركز الطبي الجديد صافي ربح مشابه لذلك الذي تحققه شركة رعاية - مما يدل على تشغيل أمثل.

جدول ١: الهوامش

الشركة	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	هامش صافي الربح
فورتن هيلثكير المحدودة	٧٠٪	٧٨٪	٧٨٪	٨٪	٨٪	٨٪	٩٪	غ/ذ	غ/ذ	١٩
مستشفيات أبولو	٤٩٪	٥٠٪	٥٠٪	١٠٪	١٠٪	١١٪	٣٪	٢٪	٣٪	٢٢
مجموعة فينيكس	٣٦٪	٣٢٪	٣١٪	٢٩٪	٣٠٪	٢٩٪	٢٠٪	٢٠٪	٢٠٪	٢٢
المركز الطبي الجديد	٤٠٪	٤١٪	٤٠٪	٢١٪	٢٤٪	٢٣٪	١٥٪	١٥٪	١٥٪	١٢
نيتكير	٤٩٪	٥٠٪	٥٧٪	٢٥٪	٢١٪	٢١٪	غ/ذ	غ/ذ	غ/ذ	١١
لايف هيلثكير	م/غ	٠٪	٨١٪	٢٤٪	٢٣٪	٢٤٪	٨٪	٨٪	٨٪	٤
دانجكوك دست	٣٣٪	٣٤٪	٣٤٪	٢٦٪	٢٣٪	٢٣٪	١٤٪	١٣٪	١٣٪	١٤
مستشفى بومرونغراد	٤٣٪	٤٤٪	٤٤٪	٣٣٪	٣٤٪	غ/ذ	٢٣٪	٢٣٪	غ/ذ	٢٢
كي بي جي هيلثكير	٣٠٪	٣١٪	٣١٪	١٢٪	١٣٪	١٣٪	٥٪	٥٪	٥٪	١٣
أي إتش إتش هيلثكير	٧٣٪	٦٢٪	٦٢٪	٢٦٪	٢٢٪	٢٢٪	٨٪	٧٪	٧٪	٩
هيلث مانجمنت انترناشونال	٣٣٪	٣٦٪	٣٥٪	٢٠٪	٢٤٪	٢٤٪	١٢٪	١٣٪	١٣٪	١٥
نوتر ديم إنترناشونال	٢٦٪	٢٧٪	٢٧٪	١٦٪	١٣٪	١٣٪	٧٪	٧٪	٧٪	٤
متوسط الأسواق الناشئة	٤٠٪	٣٨٪	٤٢٪	٢٣٪	٢٢٪	٢٢٪	١٠٪	١١٪	١١٪	٩
المواساة	٤٧٪	٤٨٪	٤٨٪	٣١٪	٢٩٪	٢٩٪	٢٢٪	٢٣٪	٢٣٪	٢٤
دله	٤٦٪	٣٨٪	٣٨٪	٣٠٪	٢٠٪	٢٠٪	١٢٪	١٤٪	١٤٪	٢٤
رعاية	٢٣٪	٢٣٪	٢٤٪	٢٠٪	٢٢٪	٢٢٪	١٠٪	١٠٪	١٠٪	١١
الحمادي	٣٧٪	٢٨٪	٢٨٪	٢٨٪	٢٦٪	٢٥٪	١١٪	١٠٪	١٠٪	١٥
الشرق الأوسط	٤٧٪	٣٦٪	٣٤٪	٢٢٪	١٨٪	١٧٪	١٠٪	١٢٪	١٢٪	١٨
متوسط السوق السعودي	٤٦٪	٣٦٪	٣٤٪	٢٨٪	٢٢٪	٢٢٪	١١٪	١٢٪	١٢٪	١٨



مع اتجاه معايير التقييم للشركات الرعاية الصحية في المملكة إلى قيم متوافقة مع الشركات المشابهة في الأسواق الناشئة، وكذلك تتجه مكبرات التقييم. بعد التراجع الذي استمر منذ الربع الثالث ٢٠١٨، فإن متوسط مكرر قيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء للقطاع أقل من المتوسط في الأسواق الناشئة (١٤,٨ مرة مقابل ١٥,٢ مرة). نرى احتمال إعادة تقييم محتملة في ٢٠١٩ بما يقلص الفجوة في التقييم مع الأسواق الناشئة.

جدول ٢: المقارنات

الشركة	الرمز	الدولة	القيمة السوقية (مليون ر.س.)	مكرر الربحية			مكرر قيمة الشركة إلى EBITDA			مكرر السعر إلى المبيعات			مكرر القيمة الدفترية		
				٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠١٧	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع
فورتس هيلثكير المحدودة	FORH IN	الهند	١,٤٩٠\$	٢٠,٤	غ/ذ	غ/ذ	٣٢,٧	٣٤,١	٣٠,٨	١,٩	٢,٣	٢,٢	١,٨	١,٥	١,٦
مستشفيات أبولو	APHS IN	الهند	٢,٤٦٠\$	٧٣,٤	٨٨,١	٦٠,٣	٢٥,٩	٢٤,٨	٢٠,٢	٢,٢	٢,١	١,٨	٤,٩	٦,٦	٤,٩
مجموعة فينيكس	HK 1515	الصين	٨٣٤\$	٢٤,٩	١٣,٦	١٢,٨	١٧,٠	٧,٢	٦,٧	٥,٦	٢,٨	٢,٦	١,٩	١,٠	٠,٩
المركز الطبي الجديد	NMC LN	المملكة المتحدة	٧,٩٤٠\$	٤٢,٩	٢٧,٢	٢١,٠	٢٦,٣	١٩,٩	١٦,٢	٥,٠	٤,١	٣,٢	٧,٢	٥,٤	٤,٥
نيتكير المحدودة	NTC SJ	جنوب أفريقيا	٢,٨٠٠\$	٢١,٧	١٦,١	١٤,٦	٨,١	١٠,٤	٩,٥	٧,٧	١,٩	١,٧	٣,٩	٣,٤	٣,٤
لايف هيلثكير	LHC SJ	جنوب أفريقيا	٢,٧٩٠\$	٣٠,٦	٢١,٧	١٨,٤	٩,٧	١٠,٠	٩,١	٥,١	١,٧	١,٥	٢,٤	٢,٥	٢,٣
دانجوكو دست	BDMS TB	تايلند	١٢,١٢٠\$	٣١,٧	٣٥,٣	٣١,٤	١٩,٦	٢٣,٩	٢١,٧	٤,٥	٥,١	٤,٦	٥,١	١,٠	٤,٧
مستشفى بومرونغراد	BH TB	تايلند	٤,٣٩٠\$	٣٤,٩	٢٩,٦	٢٨,٦	٢٢,١	٢١,٨	٢٠,٣	٧,٥	٧,٦	٧,٢	٨,٤	٦,٧	٦,٠
كي بي جي هيلثكير	KPJ MK	ماليزيا	١,٠٥٠\$	٢٥,٧	٢٤,٧	٢٢,٨	١٤,٣	١٣,٥	١١,٨	٣,١	٢,٢	١,١	٢,٤	٢,٤	٢,٣
أي إنش إنش هيلثكير	IHH MK	ماليزيا	١١,٩٨٠\$	٥١,٨	٦٦,٠	٤٦,٧	١٨,٦	٢٠,٧	١٨,٠	٣,٢	٤,١	٣,٦	٢,٢	٢,١	٢,٠
هيلث مانجمنت انترناشونال	HMI SP	سنغافورة	٣٤١\$	٦٦,٣	٢٣,١	٢٢,٣	٢٠,٧	١٣,٧	١٢,٦	٣,١	٢,٩	٢,٧	١,٣	٦,٣	٤,٥
نوتر ديم إنترناشونال	BZ GNDIV	البرازيل	٤,٤٤٠\$	٤٨,٥	٣٧,٩	٢٨,٣	٢٢,٤	١٩,٤	١٤,٢	٢,٨	٢,٦	١,٩	٧,٩	٧,٩	٦,٥
متوسط الأسواق الناشئة			٢,٧٩٥\$	٣٣,٣	٢٧,٣	٢٢,٨	٢٠,٢	١٩,٦	١٥,٢	٣,٠	٢,٧	٢,٤	٤,٤	٤,٠	٣,٩
المواساة	MOUWASAT AB	السعودية	٢,١٠٩\$	٢٣,٥	٢١,٣	١٩,٩	١٨,٤	١٦,٦	١٥,٢	٥,٢	٤,٥	٤,٠	٥,٣	٣,٩	٣,٧
دله	DALLAH AB	السعودية	٩٥٧\$	١٢,٢	٢٢,٢	٢٤,٥	١١,٦	١٨,٠	١٧,٥	٣,٠	٣,٠	٢,٩	٢,١	٢,١	٢,٠
رعاية	CARE AB	السعودية	٥٧٩\$	٢٣,٤	٢٦,٦	٢٦,٤	١٢,٩	١٢,٦	١٢,٤	٥,٢	٢,٧	٢,٧	٢,٢	٢,٢	٢,٢
الحمادي	ALHAMMAD AB	السعودية	٨٠٦\$	٢٨,٠	٣٢,٦	٢٧,٥	١٩,٧	١٦,٧	١٤,٨	٣,٢	٣,٤	٢,٩	٢,٢	٢,٠	٢,٠
الشرق الأوسط	MEH AB	السعودية	٨١١\$	١٠,١	١٦,٨	٢٠,٤	٩,٩	١٣,١	١٣,٩	١,٩	٢,١	٢,٠	٢,١	٢,١	٢,٢
متوسط السوق السعودي			٨١١\$	٢٣,٤	٢٢,٢	٢٤,٥	١٢,٩	١٦,٦	١٤,٨	٣,٠	٣,٠	٢,٩	٢,١	٢,١	٢,٢

المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

لقد طبقنا منهجية خصم التدفقات النقدية لتقييم شركات الرعاية الصحية مع استخدام مجاميع العلامات لتصنيفها وإصدار التوصيات. تتضمن أهم التغيرات رفع تصنيف المواساة ورعاية إلى "شراء" بدلا من "احتفاظ"، واستمرار توصيتنا دون تغيير لكل من دله الصحية "احتفاظ" و "شراء" للحمادي، بينما خفضنا من التوصية للشرق الأوسط للرعاية الصحية إلى "بيع" بالرغم من التقييم الجاذب، حيث نعتقد أن العلامات التي حصلت عليها في التقييم أقل من بقية الشركات - في دلالة إلى أن انخفاض التقييم يعتبر مبرراً. لاحظ أن القيمة العادلة القائمة على أساس خصم التدفقات النقدية لشركة الشرق الأوسط للرعاية الصحية تشير إلى عائد إجمالي بحدود ٤٤٪، وهو عائد مناسب للمستثمرين على المدى البعيد والمؤهلين لاستيعاب التقلبات في الربحية على المدى القريب.

جدول ٣: التوصية

الشركة	الرمز في المؤشر الرئيسي	سعر الإغلاق	القيمة العادلة للمساهم على أساس خصم التدفقات النقدية	السعر المستهدف	الارتفاع	عائد توزيعات الربح لفترة الإثني عشر شهرا القادمة	إجمالي العائد المتوقع	التوصية
المواساة	٤٠٠٢	٧٩,١٠	٨٥	٨٥	٧,١٪	٢,٨٪	١٠,٩٪	شراء
دله	٤٠٠٤	٦٠,٨٠	٨٠	٨٠	٣١,٤٪	٢,٥٪	٣٣,٩٪	احتفاظ
رعاية	٤٠٠٥	٤٨,٤٠	٥٦	٥٦	١٥,٦٪	٢,٦٪	١٨,٢٪	شراء
الحمادي	٤٠٠٧	٢٥,٢٠	٣٤	٣٤	٣٣,٨٪	٣,٠٪	٣٦,٨٪	شراء
المستشفى السعودي الألماني	٤٠٠٩	٣٣,٠٥	٤٦	٤٦	٣٨,٤٪	٦,١٪	٤٤,٤٪	بيع

المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال



إدارة الأبحاث والمشورة

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

إدارة الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



إخلاء المسؤولية

تم إعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية مرخصة من قبل هيئة السوق المالية لتقديم خدمات المصرفية الاستثمارية، إدارة الأصول، وساطة الأسهم، الأبحاث و خدمات أمين الحفظ. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو الشركات ذات العلاقة بها علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد موثوقيتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، كما لا ينبغي أن يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم إعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة إنتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم تخصيص هذا التقرير ليلتزم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر أو الاحتياجات المرغوبة لأي شخص متلقٍ لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تأخذ أي توصية استثمارية متضمنة في هذا التقرير في اعتبارها كلاً من المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، غير مسؤولة عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما قد ينشأ على أثره. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتقديرات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ إعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من الممكن أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار إلى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات إلى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة إنتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية والتزام بمثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال (شركة مساهمة مغلقة مملوكة للبنك السعودي الفرنسي)

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧ - رأس المال المدفوع ٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ر.س. - هيئة السوق المالية ٣٧-١١٥٣

المركز الرئيسي: ٨٠٩٢ طريق الملك فهد - الرياض ٣٧٣٥ - ١٢٣١٣ - المملكة العربية السعودية

العنوان البريدي: صندوق البريد ٢٣٤٥٤ - الرياض ١١٤٢٦

الهاتف: ٢٨٢ ٦٦٦٦ ١١ +٩٦٦ فاكس: ٢٨٢ ٦٦٦٧ ١١ +٩٦٦

www.sfc.sa | ٨٠٠ ١٢٤ ٣٣٣٢